

化学原料药

周锐

执业资格编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

余文心

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 180.00元

当前股价: 133.58元

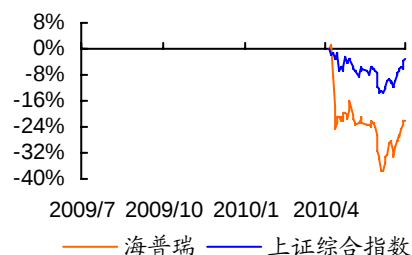
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2637.50
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	43
EPS (TTM)	2.02
每股净资产(元)	2.68
资产负债率	22.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海普瑞	14.14		
上证综合指数	9.97	-8.12	-11.77



相关报告

海普瑞

002399

推荐

肝素产业景气仍将持续，高速增长没有悬念

海普瑞公布 2010 年中报，按最新股本计算的 EPS 为 1.49 元，符合市场预期，公司中期不进行利润分配。

投资要点:

- 10 年中期收入利润大幅增长。海普瑞 10 年上半年收入同比增长 131.9%，归属于母公司的净利润大幅增长 127.1%，同期的肝素钠原料药价格大幅增长和销量的增长是主要动因；
- 季度环比增长趋势良好，预计达到全年预期无悬念。2 季度海普瑞单季实现净利润 3.49 亿，预计 3 季度实现净利润也将达到 3-4 亿，全年实现我们 13-14 亿的盈利预测应无悬念；
- 肝素产业景气仍将持续。海关数据显示，肝素月度出口量价仍然处于高度景气状态，随着依诺肝素仿制药的获批，全球对肝素原料的需求将持续增加，肝素景气仍将持续；
- 预计下半年 FDA 级别产品销售将有较大增长。10 年中期海普瑞销售的普通级产品收入同比大幅增长，而 FDA 级别的产品反而出现了负增长，主要原因是 09 年 10 月 FDA 提高了肝素标准后，FDA 级别的产品在 09 年 4 季度和 10 年 1 季度销售很少，但 2 季度已经恢复，预计 10 年下半年将有较大增长；
- 兼具生物制药和特色原料药特质的高成长公司，给予推荐评级。随着海普瑞募集资金的到位，未来公司产能将逐步释放，我们认为未来几年海普瑞仍将维持高速增长，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 为 3.49、4.72 和 6.74 元，作为兼具生物制药和特色原料药双重特质的公司，海普瑞成长性突出，给予推荐的投资评级

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2224	3983	5270	7727
同比(%)	411%	79%	32%	47%
归属母公司净利润(百万元)	809	1398	1888	2696
同比(%)	401%	73%	35%	43%
毛利率(%)	48.3%	45.4%	45.3%	44.7%
ROE(%)	76.0%	17.3%	18.9%	21.3%
每股收益(元)	2.02	3.49	4.72	6.74
P/E	66.06	38.23	28.30	19.82
P/B	50.19	6.60	5.35	4.21
EV/EBITDA	55	33	25	17

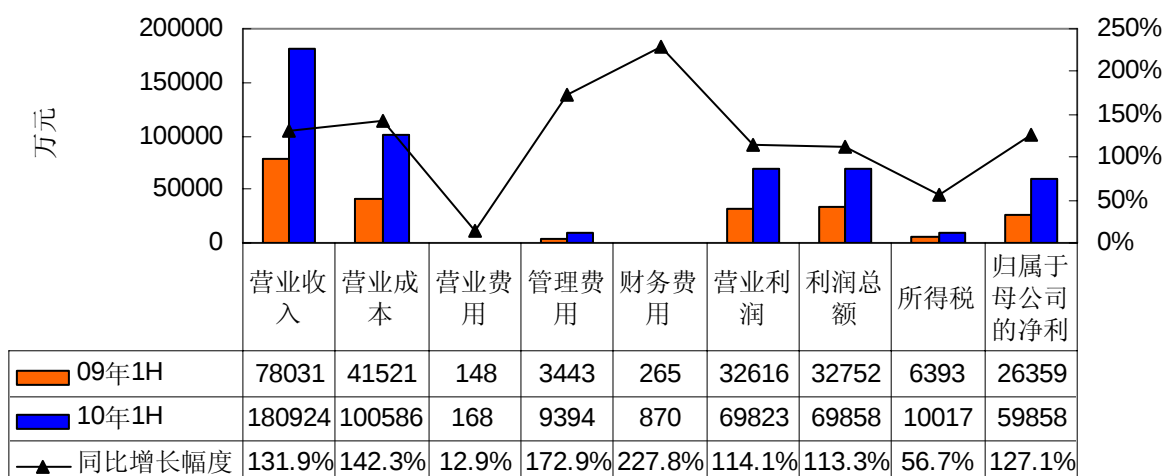
资料来源: 中投证券研究所

一、10 年中期收入利润大幅增长

海普瑞 2010 年上半年营业收入同比增长 131.9%，归属于母公司的净利润同比大幅增长 127.1%，归属于母公司的净利润达到 5.98 亿，按最新股本计算的每股收益为 1.49 元。

公司收入利润大幅增长的主要原因在于同比产品价格增幅巨大，销量增长也有贡献。

图 1 海普瑞主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

表 1：海普瑞的季度盈利性数据

财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 2H	09 年全年	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业收入	36042	41989	144382	222412	81054	99869	137.8%	23.2%
营业成本	18732	22789	73526	115047	45724	54862	140.7%	20.0%
营业费用	77	72	221	370	93	74	3.3%	-20.5%
管理费用	1286	2157	5974	9417	4654	4740	119.8%	1.9%
财务费用	435	-170	1236	1501	1185	-315	85.5%	-126.6%
营业利润	15503	17113	63361	95977	29362	40461	136.4%	37.8%
利润总额	15630	17122	63427	96179	29387	30453	77.9%	3.6%
所得税	3113	3280	8880	15273	4417	5600	70.8%	26.8%
归属于母公司的净利润	12517	13842	54547	80906	24970	34888	152.0%	39.7%
EPS	0.31	0.35	1.36	2.02	0.62	0.87	152.0%	39.7%
毛利率	48.0%	45.7%	49.1%	48.3%	43.6%	45.1%	-0.7%	1.5%
营业费用率	0.21%	0.17%	0.15%	0.17%	0.12%	0.07%	-0.10%	-0.04%
管理费用率	3.57%	5.14%	4.14%	4.23%	5.74%	4.75%	-0.39%	-1.00%
实际所得税率	19.92%	19.16%	14.00%	15.88%	15.03%	18.39%	-0.77%	3.36%

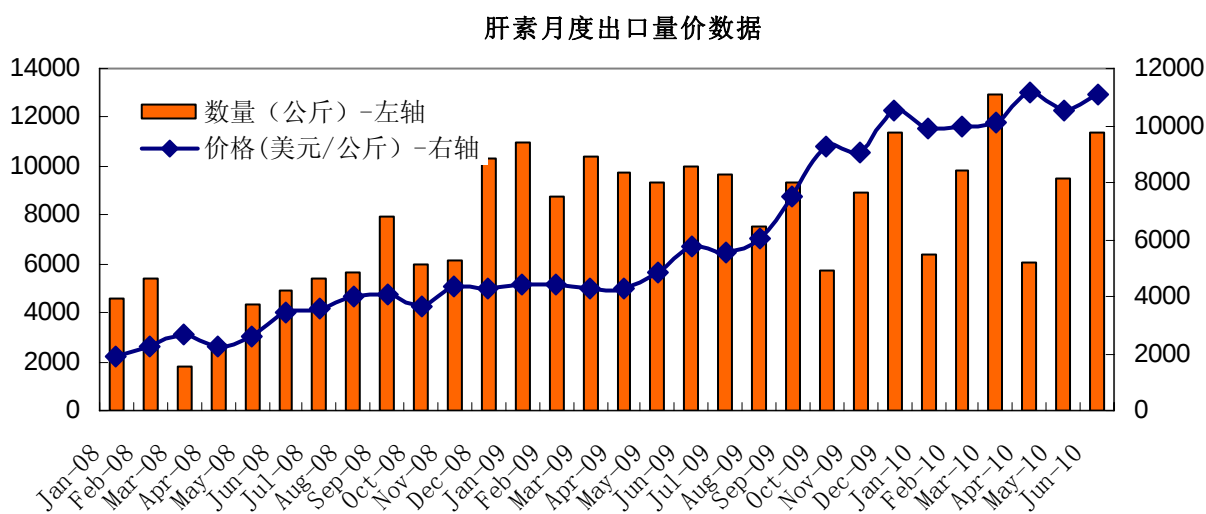
资料来源：海普瑞历年报表、中投证券研究所 * EPS 按最新股本摊薄

从季度情况来看，2 季度单季海普瑞实现收入 9.987 亿，归属于母公司的净利润 3.49 亿，同比环比均有较大幅度的增长，公司预计 2010 年 1-9 月实现归属于母公司的净利润将达到 8.8-10.2 亿，那么 3 季度实现的净利润将达到 3-4 亿之间，全年达到我们 13-14 亿的盈利预测应该问题不大。

二、肝素产品增长及市场情况

肝素钠原料药是海普瑞的主要收入和利润来源。从海关数据来看，中国肝素产品的出口量和价格都仍然处于高景气状态，未来随着依诺肝素仿制药的获批，全球对肝素钠原料药的需求将进一步增长，预计肝素的景气状况仍将持续。

图 2 肝素海关出口量价数据



数据来源：健康网，海关数据截止到 2010 年 6 月 中投证券研究所

表 2：海普瑞主要产品的增长情况

营业收入	2007	2008	2009	2010 年 1H
FDA 等级收入	5279	32359	69873	24982
同比增长		513.0%	115.9%	-34%
毛利率	50.81%	57.74%	40.02%	44.76%
普通级收入	18321	11122	152504	155927
同比增长		-39.3%	1271.2%	286%
毛利率	23.21%	51.40%	52.04%	44.34%

数据来源：公司公告

从海普瑞的中期数据来看，也充分体现了行业高度景气的状况，目前海普瑞还是中国肝素钠原料药出口量最大的企业。

从分产品数据来看，海普瑞销售的普通级产品收入同比大幅增长，而 FDA 级别的产品反而出现了负增长，主要原因是 09 年 10 月 FDA 提高了肝素标准后，

FDA 级别的产品销售主要是卖给下游企业去做认证的,在 2010 年 2 季度情况已经有了改变,下游对 FDA 级别产品的需要已经开始增加,而价格也已经超过普通级产品,毛利率上也可以看出 FDA 级别的产品毛利率已经超过了普通级产品。

预计下半年 FDA 级别产品的销售将较上半年有大幅的提升。

三、前景预期和盈利预测

我们预计肝素钠及其下游产品未来相当长的时间(短则 5 年,长则 10 年)仍然将维持高景气状态,海普瑞的高增长将持续,主要原因如下:

1、肝素主要从猪小肠粘膜中提取,具有很强的资源属性,由于资源限制,导致肝素的供给不可能是无限制的,这与维生素类产品显然不同;

2、肝素下游直接用作注射入人体的药品,对质量要求很高,而生物提取物的特性导致市场上的肝素存在很大质量差异,价格并不是唯一的竞争武器,质量才是决定市场份额和竞争能力的最关键因素;

3、山德士(sandoz)依诺肝素仿制药的获批将拉动上游原料需求,同时海普瑞也可能成为山德士的供应商;

表 3: 海普瑞主要产品增长预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
FDA 等级肝素钠原料药收入	69873	146035	232925	345301
毛利率	40.0%	46.0%	46.0%	45.0%
CEP 等级肝素钠原料药收入	0	0	0	78000
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	44.5%
普通级肝素钠原料药收入	152504	252204	294070	349355
毛利率	52.0%	45.0%	44.8%	44.5%
合计	222377	398239	526995	772656
毛利率	48.3%	45.4%	45.3%	44.7%

数据来源: 公司公告

随着海普瑞募集资金的到位,未来公司产能将逐步释放,我们认为未来几年海普瑞仍将维持高速增长,我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 为 3.49、4.72 和 6.74 元,作为兼具生物制药和特色原料药双重特质的公司,海普瑞成长性突出,给予推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1255	7527	8996	11304	营业收入	2224	3983	5270	7727
现金	445	6022	7003	8357	营业成本	1150	2176	2881	4271
应收账款	198	354	469	687	营业税金及附加	1	2	2	4
其它应收款	3	0	0	0	营业费用	4	8	12	19
预付账款	30	56	74	110	管理费用	94	199	264	394
存货	579	1095	1451	2150	财务费用	15	-45	-110	-132
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	122	905	1354	1770	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	39	610	1347	1764	营业利润	960	1644	2221	3171
无形资产	3	2	2	2	营业外收入	3	2	2	2
其他	81	292	4	4	营业外支出	1	0	1	1
资产总计	1377	8432	10350	13074	利润总额	962	1645	2222	3172
流动负债	230	262	291	319	所得税	153	247	333	476
短期借款	180	200	220	230	净利润	809	1398	1888	2696
应付账款	1	1	1	2	少数股东损益	0	0	0	0
其他	50	60	70	87	归属母公司净利润	809	1398	1888	2696
非流动负债	76	64	64	64	EBITDA	975	1615	2162	3122
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	2.02	3.49	4.72	6.74
其他	12	0	0	0					
负债合计	306	326	355	383	主要财务比率				
少数股东权益	5	5	5	5	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	360	400	400	400	成长能力				
资本公积	17	5615	5615	5615	营业收入	411.0%	79.1%	32.3%	46.6%
留存收益	688	2086	3974	6670	营业利润	385.0	71.2%	35.1%	42.8%
归属母公司股东权益	1065	8101	9989	12686	归属于母公司净利润	401.3	72.8%	35.1%	42.8%
负债和股东权益	1377	8432	10350	13074	获利能力				
					毛利率	48.3%	45.4%	45.3%	44.7%
					净利率	36.4%	35.1%	35.8%	34.9%
					ROE	76.0%	17.3%	18.9%	21.3%
					ROIC	110.1%	67.9%	64.4%	65.6%
					偿债能力				
					资产负债率	22.3%	3.9%	3.4%	2.9%
					净负债比率				
					流动比率	5.45	28.77	30.90	35.38
					速动比率	2.94	24.59	25.91	28.65
					营运能力				
					总资产周转率	2.27	0.81	0.56	0.66
					应收账款周转率	15	14	13	13
					应付账款周转率	208.65	2581.3	2248.3	2356.6
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.02	3.49	4.72	6.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.89	1.68	3.38	4.28
					每股净资产(最新摊薄)	2.66	20.25	24.97	31.71
					估值比率				
					P/E	66.06	38.23	28.30	19.82
					P/B	50.19	6.60	5.35	4.21
					EV/EBITDA	55	33	25	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究。

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434